

动态报告

公用事业

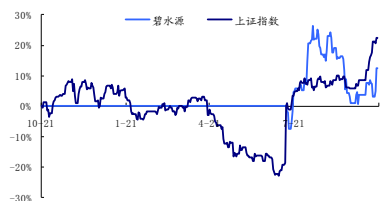
环保

碧水源(300070)
谨慎推荐

2010年3季报点评

维持

2010年10月20日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	96.05
总股本/流通A股(百万股)	147.00/37.00
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	14,119.35/3,353.85
上证综指/深圳成指	3,001.85/12,970.20
12个月最高/最低(元)	168.80/69.00

财务数据

净资产值(百万元)	2,827.11
每股净资产(元)	19.11
市净率	5.03
资产负债率	5.72%
息率	

相关研究报告:

《碧水源股权激励草案点评:股权激励助推业绩高速增长》——2010-8-6

《碧水源2010中报点评:业绩基本符合预期》——2010-7-29

《碧水源新股定价:MBR水处理领头羊,将获市场青睐》——2010-4-2

分析师: 谢达成

电话: 021-60933161

E-mail: xiedc@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040032

分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080429

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

业绩基本符合预期,3季度经营状况有所好转

●业绩基本符合预期

公司3季度单季盈利0.15亿,同比增长135%,但由于结算淡季,对前3季度影响相对较小。前3季度实现收入222亿元,同比增长74%,归属母公司净利润0.63亿元,同比增长56%,折合基本EPS0.48元,摊薄后EPS0.43元。收入和盈利分别占我们全年预测的43.3%和35.4%(去年为40.7%和37.6%),基本符合预期。

●3季度经营情况有所好转

3季度单季收入5000万,无锡胡埭、北京清河、北小河项目均有贡献。前3季度综合毛利率48%,同比下滑4.6BP,主要是上半年昆明第四污水厂EPC项目涵盖毛利率较低的项目土建及分包工程所致,但随着该项目中期已结束,3季度单季毛利率55%,环比提升10BP。应收账款较期初增长152%,回款情况略微好转,考虑回收期一般在1年之内,风险不大。期间费用率均出现下降,其中管理费用率得到较好控制,同比下降2.3BP。

●4季度进入结算和回款高峰,全年将实现预期内高增长

4季度是传统的项目结算和回款高峰,预计利润和现金流有望大幅改善,全年将实现预期内的高增长,主要源于(1)无锡胡埭、北京清河、北小河等在建项目将贡献2.5个亿以上收入;(2)自产膜交付数量增加;(3)期间费用率进一步下滑,全年管理费用率有望控制在6-7%之间。

●维持“谨慎推荐”评级

截止上半年公司新增订单1个多亿,3季度签署北京、南京意向性供货协议金额预计在6.8亿以上,但目前未签订正式合同,若签订将成为未来年度的业绩保障(北京高碑店100万吨/日项目实际合同总金额预计将远高于3.8亿元,但将分好几年实施,该合同在市场预测之内)。维持公司2010-2012年EPS分别1.20/2.20/3.47元,对应动态PE水平分别为80/44/28倍,考虑到公司未来3年年均60%以上复合高增长,维持“谨慎推荐”。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	220.88	313.56	512	852	1,324
(+/-%)	6.93%	41.96%	63.2%	66.5%	55.4%
净利润(百万元)	74.82	107.19	177	323	510
(+/-%)	5.97%	43.26%	64.7%	83.2%	57.6%
每股收益(元)	0.68	0.97	1.20	2.20	3.47
EBIT Margin			39.5%	43.5%	44.5%
净资产收益率(ROE)	34.09%	33.37%	6.2%	10.8%	15.6%
市盈率(PE)		98.6	80.0	43.7	27.7
V/EBITDA		84.4	61.7	33.9	22.6
市净率(PB)		32.9	4.96	4.69	4.33

表 1: 碧水源单季盈利比较

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	YoY	QoQ	1-3Q09	1-3Q10	YoY
营业收入	14.4	91.2	21.9	186.1	27.5	144.2	49.9	128.0%	-65.4%	127.5	221.5	73.8%
营业成本	8.0	43.9	8.5	102.2	13.4	79.3	22.3	162.5%	-71.8%	60.4	115.1	90.5%
营业税金及附加	0.2	1.7	(0.3)	3.4	0.8	3.7	0.5	-290.0%	-85.7%	1.5	5.0	224.5%
销售费用	0.8	1.2	0.9	3.5	1.1	0.7	1.3	40.3%	85.1%	2.9	3.2	10.0%
管理费用	3.7	7.3	3.8	1.3	6.9	6.4	7.4	93.4%	16.3%	14.8	20.7	39.4%
财务费用	(0.1)	(0.5)	0.8	(1.0)	0.2	(1.4)	(0.9)	-204.3%	-39.7%	0.3	(2.1)	-780.6%
资产减值损失	0.0	1.3	(0.0)	(1.3)	0.0	4.6	(0.0)	548.1%	-100.0%	1.3	4.6	256.1%
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	..
投资收益	0.0	0.1	(0.2)	0.2	0.0	(0.6)	(0.7)	191.9%	11.7%	(0.2)	(1.3)	679.8%
营业利润	1.7	36.5	7.8	78.3	5.1	50.2	18.4	136.0%	-63.3%	46.0	73.8	60.2%
营业外收入	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	(0.0)	-441.7%	-141.0%	0.0	0.0	391.7%
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	(0.0)	-151.1%	-100.9%	0.0	0.2	6515.6%
利润总额	1.8	36.5	7.8	78.3	5.1	50.1	18.4	136.0%	-63.2%	46.0	73.6	59.8%
所得税费用	0.4	4.3	1.4	10.7	0.9	6.7	3.0	116.3%	-55.8%	6.0	10.5	75.1%
少数股东损益	(0.1)	(0.1)	0.2	0.4	(0.1)	0.2	(0.1)	-136.8%	-135.0%	0.0	0.0	..
净利润	1.5	32.3	6.5	66.9	4.3	43.2	15.3	134.6%	-64.6%	40.3	62.7	55.7%
每股收益	0.00	0.08	0.02	0.16	0.01	0.35	0.09					
毛利率	44.2%	51.9%	61.1%	45.1%	51.3%	45.0%	55.2%	-5.9%	10.3%	52.6%	48.1%	-4.6%
销售费用率	5.4%	1.3%	4.3%	1.9%	4.1%	0.5%	2.6%	-1.6%	2.1%	2.2%	1.4%	-0.8%
管理费用率	26.0%	8.0%	17.5%	0.7%	25.1%	4.4%	14.9%	-2.7%	10.5%	11.6%	9.3%	-2.3%
财务费用率	-0.4%	-0.5%	3.8%	-0.5%	0.6%	-1.0%	-1.7%	-5.5%	-0.7%	0.2%	-1.0%	-1.2%
EBIT/收入	11.7%	40.9%	40.6%	40.7%	19.1%	37.5%	36.7%	-3.9%	-0.8%	37.5%	35.0%	-2.5%
营业利润/营业收入	12.1%	40.0%	35.7%	42.1%	18.5%	34.9%	37.0%	1.3%	2.1%	36.1%	33.3%	-2.8%
实际所得税率	19.8%	11.8%	17.5%	13.7%	17.0%	13.4%	16.1%	-1.5%	2.7%	13.1%	14.3%	1.3%
净利润率	10.5%	35.4%	29.7%	36.0%	15.7%	29.9%	30.6%	0.9%	0.6%	31.6%	28.3%	-3.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 2: 意向性协议一览 (截止 2010.9.30)

水厂	地址	产能 (万吨/日)	意向性金额估算 (亿元)
高碑店污水厂	北京	100	合计 3.8 亿元以上
丰台河西再生水厂	北京	5	
房山区城关再生水厂	北京	2	
城东污水处理厂	南京	15	合计约 3 亿元
仙林大学城污水处理厂	南京	5	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所 注: 未签正式合同, 其中北京项目 3.8 亿元为初步预计, 实际金额将远高于此, 但预计将跨几个年度完成

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	265	2242	2383	2636	营业收入	314	512	852	1324
应收款项	59	85	154	236	营业成本	163	256	396	609
存货净额	49	70	105	171	营业税金及附加	5	8	13	21
其他流动资产	28	45	76	118	销售费用	6	12	19	29
流动资产合计	401	2443	2719	3161	管理费用	17	34	54	76
固定资产	60	525	477	428	财务费用	(1)	(6)	(12)	(13)
无形资产及其他	43	64	101	138	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	30	30	30	其他收入	1	0	0	0
资产总计	507	3065	3331	3761	营业利润	124	209	382	602
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	71	102	153	248	利润总额	124	209	382	602
其他流动负债	86	74	112	179	所得税费用	17	31	57	90
流动负债合计	156	175	266	427	少数股东损益	0	1	1	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	107	177	323	510
其他长期负债	13	26	39	52					
长期负债合计	13	26	39	52	现金流量表 (百万元)				
负债合计	169	201	305	479	净利润	107	177	323	510
少数股东权益	17	17	18	19	资产减值准备	(0)	(1)	0	0
股东权益	321	2846	3008	3263	折旧摊销	5	30	55	56
负债和股东权益总计	507	3065	3331	3761	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(2)	(6)	(12)	(13)
					营运资本变动	25	(33)	(32)	(15)
					其它	(2)	(5)	(11)	(12)
					经营活动现金流	135	167	336	540
					资本开支	(52)	(515)	(45)	(45)
					其它投资现金流	13	(30)	0	0
					投资活动现金流	(39)	(545)	(45)	(45)
					权益性融资	2	2437	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(6)	(82)	(150)	(242)
					其它融资现金流	1	0	0	0
					融资活动现金流	(3)	2368	(137)	(229)
					现金净变动	121	1977	140	253
					货币资金的期初余额	144	265	2242	2383
					货币资金的期末余额	265	2242	2383	2636
					企业自由现金流	119	(346)	293	498
					权益自由现金流	117	(341)	303	509

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
				岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
刘智景	021-60933148	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	陈健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn